

Bofinger, Peter

**Article — Digitized Version**

## War die Eigenkapitallücke der deutschen Wirtschaft nur ein Scheinproblem?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Bofinger, Peter (1990) : War die Eigenkapitallücke der deutschen Wirtschaft nur ein Scheinproblem?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 70, Iss. 5, pp. 264-271

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136639>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Peter Bofinger

## War die Eigenkapitallücke der deutschen Wirtschaft nur ein Schelnproblem?

*Zu Beginn der 80er Jahre war die sogenannte Eigenkapitallücke der deutschen Wirtschaft ein beherrschendes Thema der wirtschaftspolitischen Diskussion. Sie wurde hauptsächlich auf die abnehmende Ertragskraft der Unternehmen zurückgeführt und galt ihrerseits als wesentliche Ursache der seinerzeit zu beobachtenden Investitionsschwäche. Wie plausibel erscheinen die damals postulierten Zusammenhänge aus heutiger Sicht?*

Nach einem Wirtschaftsaufschwung, der nunmehr seit acht Jahren anhält, ist es heute um die Frage der Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen recht still geworden. Der Zeitpunkt ist also günstig, die Anfang der achtziger Jahre recht vehement geführte Diskussion neu aufzugreifen und ihre zentralen Hypothesen mit der größeren zeitlichen Distanz noch einmal gründlich zu überprüfen.

Bekanntlich gab es damals so etwas wie eine „herrschende Meinung“, die vor allem vom Sachverständigenrat<sup>1</sup>, von der Bundesbank<sup>2</sup>, der Bundesregierung<sup>3</sup> und zahlreichen Wissenschaftlern<sup>4</sup> vertreten wurde. Deren Argumentation basierte auf dem statistischen Befund eines deutlichen Rückgangs der Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen, wie sie in der Bilanzstatistik der Bundesbank und in der Statistik der Bilanzen von Aktiengesellschaften ausgewiesen wird. Bei den Unternehmen insgesamt war der Anteil der eigenen Mittel an der Bilanzsumme von rund 30% in der Mitte der sechziger Jahre auf unter 20% zu Beginn der achtziger Jahre zurückgegangen. Für die Vertreter der herrschenden Meinung war diese Entwicklung ein eindeutiges Indiz für eine „Eigenkapitallücke“. Dieser Befund wurde in erster Linie auf eine abnehmende Ertragskraft der Unternehmen zurückgeführt, da Umsatzrendite und Eigenkapitalquote in den siebziger Jahren einen ähnlich nach unten gerichteten Trend aufwiesen. Zu hohe Transaktionskosten bei der Eigenkapitalbeschaffung auf dem organisierten Kapitalmarkt und die steuerliche Privilegierung

des Fremdkapitals galten als weitere Determinanten der Eigenkapitalschwäche. Für die Vertreter der „herrschenden Meinung“ bestand nun ein ursächlicher Zusammenhang zwischen der negativ beurteilten gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsstruktur und der Anfang der achtziger Jahre zu beobachtenden Investitionsschwäche. In der Tat trafen beide Faktoren zu diesem Zeitpunkt zusammen.

Von den Kritikern<sup>5</sup> wurde bezweifelt, ob es aus gesamtwirtschaftlicher Sicht überhaupt einen Mangel an Eigenkapital geben könne. Die rückläufige Eigenkapitalausstattung wurde dabei nicht als Reflex ungünstiger makroökonomischer Daten angesehen, sondern im Gegenteil als das Ergebnis eines Maximierungskalküls der Unternehmen, bei dem der Leverage-Effekt der Fremdfinanzierung gezielt zum Hochhebeln der Eigenkapitalrendite eingesetzt wurde. Die Finanzierungsstruktur ist bei dieser Sichtweise allenfalls ein Symptom, nicht jedoch eine eigenständige Ursache für eine Investitionsschwäche der deutschen Wirtschaft. Belegt wurde diese Argumentation mit empirischen Untersuchungen,

<sup>1</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1979/80, Mainz 1979, Tz. 35; ders.: Jahresgutachten 1982/83, Mainz 1982, Tz. 243, 301 ff.

<sup>2</sup> Helmut Schlesinger: Unternehmensfinanzierung und Wettbewerb, Vortrag anlässlich des 37. Deutschen Betriebswirtschaftertrages, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 103 vom 21. Oktober 1983.

<sup>3</sup> Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, in: Aktuelle Beiträge zur Wirtschafts- und Finanzpolitik, Nr. 78 vom 15. Dezember 1983.

<sup>4</sup> Insbesondere Horst Albach: Kapitalausstattung und Entwicklung der Wirtschaft, in: Marcus Bierich, Reinhard Schmidt (Hrsg.): Finanzierung deutscher Unternehmen heute, Stuttgart 1984, S. 6; Wolfgang Stützel: Die Eigenkapitalknappheit in der Wirtschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 36. Jg. (1983), S. 1087-1094. Peter Bofinger: Nur eine Legende, in: Wirtschaftswoche, Heft 21 (1983), S. 48-50.

*Dr. Peter Bofinger, 35, Privatdozent, ist Mitarbeiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Landeszentralbank in Baden-Württemberg.*

wonach über längere Zeiträume keine Korrelation zwischen der Eigenkapitalausstattung und der Investitionstätigkeit zu erkennen sei<sup>6</sup>.

Manche Kritiker stellen außerdem schon den statistischen Befund eines Rückgangs der Eigenkapitalquote in Frage; dieses Meßproblem soll hier nicht weiter erörtert werden<sup>7</sup>.

### Das Modigliani/Miller-Theorem

Wie läßt sich nun eine Klärung des Disputes erreichen? Da viele Arbeiten zu dieser Thematik eher politisch geprägt waren, bietet es sich an, die Literatur nach theoretischen Analysen des Zusammenhangs von Ertragslage, Finanzierungsstruktur und gesamtwirtschaftlicher Investitionstätigkeit zu durchforsten. In volkswirtschaftlichen Publikationen findet man hierzu nur wenig, da die Eigenkapitalausstattung in der makroökonomischen Investitionstheorie so gut wie keine Rolle spielt. Auf dem Felde der mikroökonomischen Finanzierungstheorie gibt es demgegenüber eine Fülle von Arbeiten, die sich mit der Finanzierungsstruktur auseinandersetzen, wobei allerdings die gesamtwirtschaftlichen Implikationen unberücksichtigt bleiben. Diese sind somit jeweils aus den mikroökonomischen Zusammenhängen abzuleiten.

Einen zentralen Ausgangspunkt für diesen Versuch einer theoretischen Fundierung stellt das Theorem von Modigliani und Miller<sup>8</sup> dar, das bekanntlich aus zwei zentralen Aussagen besteht:

Aussage I: Der Gesamtwert eines Unternehmens ist unabhängig von seiner Kapitalstruktur.

Aussage II: Die gesamten Kapitalkosten eines Unternehmens werden von seinem Verschuldungsgrad nicht beeinflusst.

Für dieses Theorem sind drei Prämissen konstitutiv:

Es werden perfekte Kapitalmärkte unterstellt. Es bestehen also keine Transaktionskosten für die Benutzung der Kapitalmärkte (Emissionskosten, Bankgebühren), es gibt keine Steuern und keine Insolvenzkosten. Firmen und Privatpersonen haben gleiche Zugangsmöglichkeiten zum Kapitalmarkt.

Alle Marktteilnehmer verfügen über sichere und damit homogene Erwartungen. Informationen sind kostenlos erhältlich und alle Beteiligten können die Bedeutung dieser Information für die zukünftige Situation der Unternehmen richtig beurteilen.

Der Investitionsplan eines Unternehmens liegt bereits fest, bevor die Finanzierungsentscheidung getroffen wird. Es gilt das Separationstheorem der neoklassischen Finanzierungstheorie<sup>9</sup>.

Die Irrelevanz der Kapitalstruktur für die Kapitalkosten (Aussage II) ergibt sich zwingend aus der zuletzt genannten Prämisse. Wenn die Aktivseite der Bilanz eines Unternehmens vorgegeben ist, liegt auch die Rendite der Aktivseite fest. Die noch ausstehende Finanzierungsentscheidung bestimmt nur noch darüber, wie diese Gesamtkapitalrendite, die in der Finanzierungstheorie mit dem Begriff der Kapitalkosten<sup>10</sup> belegt wird, auf die Eigenkapitalrendite und die Fremdkapitalrendite aufgeteilt wird.

Weniger trivial ist die Aussage I, wonach die Börsenbewertung von Aktien unabhängig von der Kapitalstruktur eines Unternehmens ist. Dieses Ergebnis beruht darauf, daß Unterschiede in der Eigenkapitalrendite von Unternehmen, die allein aus Unterschieden in der Finanzierungsstruktur resultieren, jederzeit durch eine entsprechende individuelle Verschuldung der Anleger ausgeglichen werden können. Sie werden also durch die Arbitrage am (vollkommenen) Kapitalmarkt beseitigt.

<sup>6</sup> Heiner Flassbeck, Willi Koll: Kapital und Rendite, in: Wirtschaftswoche, Heft 21 (1983), S. 72-78; Dieter Schneider: Lücken bei der Begründung einer „Eigenkapitallücke“, in: Der Betrieb, 39. Jg. (1986), S. 2293-2298; Thies Thormählen, Jürgen Michalk: Leiden deutsche Unternehmen an mangelnder Eigenkapitalausstattung?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 63. Jg. (1983), H. 2, S. 87-95; Friedrich Kübler, Reinhard H. Schmidt: Gesellschaftsrecht und Konzentration, Berlin 1988. Heiner Flassbeck, Horst Tomann: Unternehmensfinanzierung im Strukturwandel, unveröff. Manuskript, Berlin 1989.

<sup>7</sup> Siehe dazu vor allem Nobert Irshch: Erträge, Eigenkapitalausstattung und Investitionsneigung, in: Konjunkturpolitik, 31. Jg. (1986), Heft 6, S. 319-335.

<sup>8</sup> Siehe dazu H. Flassbeck, H. Tomann, a.a.O., S. 18 ff. Im Kern geht es hierbei vor allem um die Frage einer sachgerechten Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital und insbesondere darum, wie Rückstellungen einzustufen sind. Für Flassbeck und Tomann haben Rückstellungen Eigenkapitalcharakter, da ihnen „gerade nicht die insolvenztaugliche Eigenschaft ‚Änderung des Fremdkapitalzinseszinses‘ eigen ist, sondern sie für die Zeit, in der sie ausgewiesen werden, zinslos sind und daher in hohem Maße die residualen Auszahlungen an das Eigenkapital in ihrer Haftungsfunktion entlasten.“ (S. 24). Schließt man sich demgegenüber einer Abgrenzung von W. Stützel (a.a.O., S. 1087) an, der „festbetragsbeteiligte Titel“ als Fremdkapital und „restbetragsbeteiligte Titel“ als Eigenkapital bezeichnet, dann sind Rückstellungen eindeutig Fremdkapital, da die (möglichen) Auszahlungen, für die sie gebildet wurden, unabhängig von der Ertragslage des Unternehmens anfallen.

<sup>9</sup> Franco Modigliani, Merton Miller: The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48 (1958), Juni, S. 261-297. Siehe dazu insbesondere auch Merton Miller: The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 2 (1988), Fall, S. 99-120.

<sup>10</sup> Siehe dazu Eugene Fama: The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders, in: American Economic Review, Vol. 68 (1978), S. 272-284, hier S. 273: „(...) all proofs of capital structure propositions take the investment strategies of firms as given.“

<sup>11</sup> Das Konzept der Kapitalkosten ist ein Ex-ante-Konzept in dem Sinne, daß es die Renditeforderungen widerspiegelt, die von potentiellen Kreditgebern und Aktionären an die Altgesellschafter gestellt werden. Ex post gibt es nur eine auf alle Aktionäre und Gläubiger vollständig zu verteilende Gesamtkapitalrendite.

Was ergibt sich nun aus der These von der Irrelevanz der Finanzierungsstruktur für das Problem der Eigenkapitallucke einer ganzen Volkswirtschaft? Für manche Vertreter der Minderheitsmeinung war schon damit der Beweis erbracht, daß in einer Volkswirtschaft ein „mengenmäßiges Eigenkapitalproblem“ grundsätzlich nicht auftreten könne<sup>11</sup> und daß daher die Eigenkapitalausstattung keine nachteiligen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen haben könne. Vom Modigliani/Miller-Theorem wird dieser Schluß jedoch nicht gedeckt, und zwar aus zwei Gründen:

□ Da das Theorem von einem bereits vor der Finanzierungsentscheidung festliegenden Investitionsprogramm ausgeht, kann es nicht ohne weiteres dazu verwendet werden, die Interdependenz zwischen der Finanzierungsstruktur des Unternehmenssektors und der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit zu erklären, die im Mittelpunkt der makroökonomischen Fragestellung steht.

□ Da das Theorem außerdem unterstellt, daß Konkurse, sofern sie überhaupt auftreten, keinerlei Kosten verursachen, bleibt ein zentraler Transmissionskanal zwischen Eigenkapitalausstattung und Investitionsentwicklung unberücksichtigt.

Wie muß man nun vorgehen, wenn man auf der Basis der mikroökonomischen Finanzierungstheorie eine gesamtwirtschaftliche Relevanz der Kapitalstruktur ableiten will? Gesucht sind von der Finanzierungsstruktur abhängige Kostenelemente (Kosten der Eigenkapitalfinanzierung, Kosten der Fremdfinanzierung), die sich bei gegebener Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals nachteilig auf die Investitionsneigung auswirken. Zu prüfen ist insbesondere, ob und inwieweit sich aus den mit minimalen kapitalstrukturbedingten Kosten verbundenen einzelwirtschaftlichen Kapitalstrukturen nachteilige gesamtwirtschaftliche Implikationen ergeben können.

### Die Rolle der Besteuerung

Kapitalstrukturabhängige Kosten der Eigenkapitalfinanzierung beruhen vor allem darauf, daß Steuersysteme häufig die Fremdfinanzierung begünstigen und daß Manager und Anteilseigner oft über einen unterschiedlichen Informationsstand verfügen.

Bei einem Steuersystem, das eine Doppelbesteuerung von ausgeschütteten Gewinnen vornimmt und den Unternehmen eine Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen ermöglicht, läßt sich auch im Rahmen des Theorems von Modigliani/Miller eine optimale Finanzierungsstruktur ermitteln. Die Gesamtkapitalrendite – jetzt als Nettogröße nach Steuern verstanden – nimmt dann mit dem

Verschuldungsgrad zu<sup>12</sup>. In den Worten von Miller<sup>13</sup>: “The optimal capital structure might be all debt.”

War also die Doppelbesteuerung ausgeschütteter Gewinne, die in der Bundesrepublik bis 1976 bestanden hatte, eine zentrale Ursache für den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalquote? Dies ist früher häufig so gesehen worden<sup>14</sup>, doch hat sich die Eigenkapitalausstattung der Aktiengesellschaften nach der Einführung des Anrechnungssystems nur wenig verbessert. Für diese eigentlich überraschende Entwicklung bietet Miller<sup>15</sup> eine wichtige Erklärung: Wenn die Unternehmen eine Politik der vollen Gewinneinbehaltung betreiben und wenn Kursgewinne bei Aktien steuerfrei bleiben, können die nachteiligen steuerlichen Auswirkungen der Eigenkapitalfinanzierung weitgehend vermieden werden. Die von 1961 bis 1976 nominal fast konstanten Dividendenzahlungen deutscher Aktiengesellschaften sind ein Indiz dafür, daß sich die Unternehmen in dieser Weise angepaßt haben.

Die geringe Resonanz auf das Anrechnungsverfahren dürfte daher vor allem darauf zurückzuführen sein, daß alle übrigen steuerlichen Benachteiligungen des Eigenkapitals auch nach 1976 beibehalten wurden. Zu nennen sind hier die Bevorzugung insbesondere des kurzfristigen, teilweise aber auch des langfristigen Fremdkapitals bei der Gewerbesteuer, die Doppelbesteuerung des Eigenkapitals bei der Vermögensteuer und vor allem die Privilegierung der Zinseinkünfte gegenüber Dividendeneinkünften beim Quellenabzug; wie gewichtig der zuletzt genannte Faktor ist, konnte an den mit der Quellensteuer verbundenen Kapitalabflüssen und den internen monetären Anpassungsprozessen sehr deutlich abgelesen werden<sup>16</sup>. In Phasen mit hohen Inflationsraten kommt hinzu, daß Unternehmen die Scheingewinnbesteuerung durch eine hohe Fremdfinanzierung kompensieren können, da auch jener Teil der Verzinsung des Fremdkapitals gewinnmindernd ist, der lediglich dem Inflationsausgleich dient<sup>17</sup>.

Im ganzen gesehen begünstigt das deutsche Steuersystem also die Fremdfinanzierung: Nach Steuern ist

<sup>11</sup> H. Flassbeck, W. Koll, a.a.O., S. 73.

<sup>12</sup> Die Kapitalkosten als Netto-Renditeforderungen von potentiellen Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern plus darauf vom Unternehmen zu leistender Steuerzahlungen nehmen mit dem Verschuldungsgrad ab.

<sup>13</sup> M. Miller, a.a.O., S. 112.

<sup>14</sup> So zum Beispiel Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1967/68, Tz. 509 ff.

<sup>15</sup> Merton Miller: Debt and Taxes, in: Journal of Finance, Vol. 32 (1977), S. 261-275.

<sup>16</sup> Siehe dazu insbesondere Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1988.

<sup>17</sup> Siehe dazu Olaf Sievert et al: Investitionen und Steuern, Frankfurt 1989.

die zur Verteilung auf Eigenkapital und Fremdkapital anstehende Gesamtkapitalrendite des Unternehmenssektors *ceteris paribus* also um so höher, je geringer seine Eigenkapitaldecke ist. Oder mit anderen Worten: Die Kapitalkosten, die sich für die Altgesellschafter bei einer Aufnahme externer Mittel ergeben, sind dann entsprechend geringer. Man kann also davon ausgehen, daß die gesamtwirtschaftliche Eigenkapitalquote in der Bundesrepublik niedriger ist als bei einem in bezug auf die Finanzierung neutralen Steuersystem.

### Agency Costs des Eigenkapitals

Die zweite kapitalstrukturbedingte Kostenkomponente des Eigenkapitals sind die "agency costs"<sup>18</sup>. Es handelt sich dabei um Kosten der Überwachung des Managements ("Agents") durch die Kapitalgeber ("Prinzipale"). Die Hauptursache für "agency costs" liegt darin, daß sich Manager bei ihren Entscheidungen nicht nur von der Entwicklung des Unternehmenswertes leiten lassen, sondern auch von ihrem persönlichen Konsum am Arbeitsplatz. Ist ein Manager zugleich alleiniger Eigentümer, wird er solche Ausgaben soweit ausweiten, bis deren Grenznutzen den Grenzkosten für den Unternehmenswert entspricht. Die Aufwendungen für Büromöbel, Dienstwagen und Reisen fallen tendenziell höher aus, wenn sich neben diesem Eigentümer/Manager weitere Kapitalgeber an einem Unternehmen beteiligen, die von der Geschäftsführung ausgeschlossen sind, denn der Manager muß für die damit verbundenen Grenzkosten nur noch zum Teil aufkommen. Natürlich antizipieren Kapitalgeber ein solches Verhalten, und sie werden eine Beteiligung an einer Personengesellschaft nur dann erwerben, wenn diese Spielräume des Managers beschränkt und durch Kontrollverfahren überprüft werden können. Die "agency costs" des Eigenkapitals setzen sich zusammen aus Überwachungskosten ("monitoring costs"), aus Kosten der Inflexibilität ("bonding

costs"), wenn die Spielräume des Managers so stark eingeschränkt werden, daß er an Ausgaben gehindert wird, die den Unternehmenswert insgesamt erhöhen, sowie aus den Kosten der noch verbleibenden überhöhten Aufwendungen des Managers ("net residual loss").

Es ist evident, daß die Gesamtkapitalrendite eines Unternehmens durch solche Kosten gemindert wird. Fraglich ist, wie relevant sie in der Bundesrepublik sind. Bei Publikumsaktiengesellschaften sind die rechtlichen Vorschriften so gestaltet, daß eine zusätzliche Eigenkapitalfinanzierung kaum mit höheren "agency costs" verbunden sein dürfte. Dies ist anders bei Personengesellschaften, die vor der Frage stehen, ob sie überhaupt externe Eigenkapitalgeber beteiligen sollen. Hier ist in der Tat davon auszugehen, daß die "agency costs" erheblich sind.

Solche Kosten begründen nun einen relativ engen Zusammenhang zwischen der Ertragslage einer Volkswirtschaft, der Selbstfinanzierung und damit der Eigenmittelausstattung des Unternehmenssektors, der bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtungsweise sonst nicht zwingend wäre. Bei einer Gleichgewichtsbetrachtung müßte sich ein dauerhafter Rückgang der Eigenkapitalrendite (einschließlich einer Risikoprämie) auch auf die Verzinsung von Geldvermögen auswirken, daß es von daher zu keiner systematischen Benachteiligung der Anlage in Eigenkapital kommen kann<sup>19</sup>. Wenn die externe Eigenkapitalbeschaffung jedoch mit hohen "agency costs" verbunden ist, folgt aus einer ungünstigen Ertragsentwicklung fast automatisch auch ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalquote.

Was also die Erklärung des Rückgangs der Eigenkapitalquote in den siebziger Jahren angeht, so stützen die spezifischen Kosten der Eigenkapitalfinanzierung sowohl die Position der herrschenden Meinung als auch jene der Kritiker. Wenn Unternehmen die steuerliche Privilegierung von Fremdkapital zum Anlaß genommen haben, sich in einer Phase mit hohen Inflationsraten allmählich an eine Kapitalstruktur mit einer möglichst niedrigen Eigenkapitalquote heranzutasten, dann erscheint es insoweit unangebracht, den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Eigenmittelausstattung allein auf eine rückläufige Ertragslage zurückzuführen und von daher ohne weiteres auf eine Eigenkapitalücke zu schließen. Die herrschende Meinung kann demgegenüber auf die hohen "agency costs" der Eigenkapitalfinanzierung verweisen, wenn sie die ungünstigen Ertragsentwicklung der siebziger Jahre als eine wesentliche Determinante einer gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalschwäche ansieht<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Dieser Ansatz geht zurück auf Michael Jensen, William Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305-360. Siehe dazu insbesondere die Darstellung von Peter Swojoda: Kapitalmarkt und Unternehmensfinanzierung – Zur Kapitalstruktur der Unternehmung, in: Dieter Schneider (Hrsg.): Kapitalmarkt und Finanzierung, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F., Bd. 165, Berlin 1987, S. 49-68.

<sup>19</sup> Siehe dazu F. Kübler, R. H. Schmidt, a.a.O., S. 130: „Wer eine möglicherweise unter der Kapitalmarktrendite liegende Aktienrendite für strukturell hält, muß entweder unterstellen, daß die Anleger in ihrer Gesamtheit nicht risikoscheu sind und es daher im Gleichgewicht auch keine Risikoprämie gegenüber einer sicheren Alternativanlage gibt, oder er spricht implizit der Preisbildung am organisierten Kapitalmarkt die Fähigkeit zu einer sinnvollen Kapitallenkung ab.“

<sup>20</sup> Die Bilanzstatistik der Bundesbank belegt, daß die Eigenmittelausstattung von Einzelkaufleuten und Personengesellschaften in den siebziger Jahren erheblich stärker abgenommen hat (Einzelkaufleute: von 20,7 % im Jahr 1972 auf 13,5 % im Jahr 1980, Personengesellschaften von 20,0 % auf 15,1 %) als die Eigenkapitalquote von Kapitalgesellschaften (von 28,9 % auf 25,1 %).

### Kapitalstrukturabhängige Kosten

Bei den kapitalstrukturbedingten Kosten des Fremdkapitals spielen "agency costs" ebenfalls eine zentrale Rolle. Sie lassen sich nur dann ableiten, wenn man das Separationstheorem aufgibt, d.h. wenn man unterstellt, daß die Investitionsentscheidungen gleichzeitig mit der Finanzierungsentscheidung (oder auch danach) getroffen werden.

Das "Principal-Agent-Problem" im Verhältnis von Fremdkapitalgebern (als Prinzipalen) und Managern (als Agenten) beruht ebenfalls auf einer Externalität: Da die Fremdkapitalgeber keine Kompensation für Verluste im Insolvenzfall erhalten, während hohe Gewinne primär den Eigenkapitalgebern zufallen, hat das Management, das in diesen Modellen mit Eigenkapitalgebern gleichgesetzt wird, eine Präferenz für zu riskante Investitionsvorhaben. Bei hoher Fremdfinanzierung wird es solche riskanten Projekte tendenziell auch gegenüber sicheren Investitionen mit einem höheren Erwartungswert vorziehen. Die auf diesem "Risk-incentive-Problem"<sup>21</sup> basierenden "agency costs" werden wesentlich vom Verschuldungsgrad bestimmt: Bei einer hohen Eigenkapitalausstattung, die gleichsam als eine Versicherung riskanter Investitionsprojekte dient, ist es für die Kreditgeber nicht erforderlich, die Entscheidungen des "agent" im einzelnen zu überprüfen. Es genügt, jene zu kontrollieren, die den Konkursfall hervorrufen können<sup>22</sup>. Der Einsatz von Fremdkapital erfordert dann nur sehr geringe "agency costs". Diese steigen jedoch progressiv an, wenn die Eigenkapitalausstattung bezogen auf die leistungswirtschaftlichen Risiken zu gering wird. Die Kreditnehmer werden dann auf restriktive Klauseln im Kreditvertrag bestehen, die zu Überwachungskosten und Kosten der Inflexibilität führen. Ähnlich wie bei den "agency costs" des Eigenkapitals ergibt sich auch hieraus eine Minderung der auf der Aktivseite eines Unternehmens erwirtschafteten Gesamtkapitalrendite.

Zu den mit einem höheren Verschuldungsgrad progressiv zunehmenden Kosten der Fremdfinanzierung zählen außerdem die Insolvenzkosten. Dazu zählen Verfahrenskosten und jene Kosten, die sich daraus ergeben, wenn im Insolvenzfall Unternehmen geschlossen werden müssen, deren Fortführungswert höher liegt als ihr Zerschlagungswert – beispielsweise aufgrund von Interessenkonflikten zwischen Gläubigergruppen und Informationsasymmetrien zwischen Gläubigern und

Management. Zu den reinen Insolvenzkosten treten häufig auch "near-bankruptcy costs"<sup>23</sup>, die darauf beruhen, daß es zahlungsunfähigen Unternehmen grundsätzlich schwer fällt, langfristige Vertragsbeziehungen mit potentiellen Arbeitern, Managern, Lieferanten und Abnehmern aufzunehmen.

Da die Kreditnehmer solche Insolvenzkosten bei der Kreditvergabe antizipieren, werden sie bei einer (in bezug auf die leistungswirtschaftlichen Risiken) zu geringen Eigenkapitalausstattung neben Kontrollrechten und Sicherheiten, die im allgemeinen keinen vollständigen Schutz vor dem Insolvenzrisiko bieten können, zusätzlich eine Risikoprämie auf den Kreditzins fordern oder im Extremfall eine Kreditrationierung vornehmen. Beides wirkt sich negativ auf die Investitionstätigkeit und die Rentabilität der Unternehmen aus. Dies gilt – anders als von manchen Kritikern unterstellt – auch bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtungsweise: Wenn alle Unternehmen eines Landes von einer schlechten Ertragslage und einer geringen Eigenkapitalausstattung betroffen sind, kann es zwar in der Tat dazu kommen, daß die Anleger in der betreffenden Volkswirtschaft die geforderte Risikoprämie nicht erhalten<sup>24</sup>. Das heißt aber nicht, daß es dann keine Alternativen gibt, in die das Konkursrisiko scheuende Anleger ohne Zinssenkungswirkung ausweichen können. In einer offenen Volkswirtschaft steht es Anlegern jederzeit frei, ihre Mittel bei ausländischen Unternehmen mit besserer Eigenmittelausstattung anzulegen.

### Einfluß auf die Investitionstätigkeit

Für eine empirische Überprüfung des Einflusses einer abnehmenden Eigenkapitalausstattung auf die Investitionstätigkeit in einer Volkswirtschaft ist wesentlich, daß die kapitalstrukturbedingten Kosten der Fremdfinanzierung in keinem stetigen Zusammenhang zum Verschuldungsgrad stehen. Da das Eigenkapital bei der hier vorgenommenen Analyse gleichsam als eine Versicherung für die Fremdkapitalgeber dient, wird eine Verminderung dieses Versicherungsschutzes erst dann relevant, wenn es zu einer Unterversicherung kommt. Anhand von Simulationsmodellen<sup>25</sup> läßt sich zeigen, daß die Insolvenzkosten – und damit auch die "agency costs" – erst beim Unterschreiten eines bestimmten Schwellenwerts der Eigenkapitalquote ansteigen, dann allerdings sprunghaft. Ein Rückgang der Eigenkapitalquote, der primär Reflex steuerlicher Regelungen ist, begründet solange keine zusätzlichen "agency costs"

<sup>21</sup> Siehe dazu M. Jensen, W. Meckling, a.a.O., S. 334 ff.

<sup>22</sup> Joseph E. Stiglitz: Why Financial Structure Matters, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 2 (1988), S. 121-126, hier S. 124.

<sup>23</sup> Ben Bernanke und John Campbell: Is There a Corporate Debt Crisis?, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1988, S. 83-125.

<sup>24</sup> Hierauf verweisen H. Flassbeck, W. Koll, a.a.O., S. 73.

<sup>25</sup> Siehe dazu Manfred Perltz, Herbert Küpper: Die Eigenkapitalausstattung von Unternehmen, in: Das Wirtschaftsstudium, Oktober 1985, S. 505-512.

und ist damit auch ohne gesamtwirtschaftliche Probleme, als das Insolvenzrisiko gering bleibt.

Auch mit den kapitalstrukturbedingten Kosten des Fremdkapitals läßt sich daher die Position der herrschenden Meinung wie die der Kritiker stützen. Die Kritiker können darauf verweisen, daß der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalquote nicht zwangsläufig mit einer Zunahme von "agency costs" und Insolvenzkosten einhergeht und sich somit auch nicht nachteilig auf die Investitionstätigkeit einer Volkswirtschaft auswirken muß. Sie können sich dabei insbesondere auf den Sachverhalt berufen, daß den für die "agency costs" konstitutiven Kontrollproblemen und den für die Insolvenzkosten relevanten Interessenkonflikten unter deutschen Verhältnissen kein allzu großes Gewicht beizumessen ist. Wie eine Untersuchung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich<sup>26</sup> verdeutlicht, besteht ein enger Zusammenhang zwischen der im internationalen Vergleich sehr niedrigen Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen und einer Reihe von für die Bundesrepublik spezifischen Faktoren, die die "agency costs" des Fremdkapitals gering halten: die vergleichsweise umfangreichen Unternehmensbeteiligungen deutscher Banken, das Depot-Stimmrecht, die starke Konzentration der Unternehmensverschuldung im Bankensektor und die hohen wechselseitigen Aktienbeteiligungen von Unternehmen.

Natürlich leugnen die Vertreter der Minderheitsmeinung die "agency costs" des Fremdkapitals nicht, aber sie sehen darin kein eigenständiges Problem, da die tatsächliche Eigenkapitalquote stets die mit minimalen Kapitalkosten verbundene Kapitalstruktur darstellt, bei der die steuerlichen Kosten und die "agency costs" einer zusätzlichen Eigenkapitalfinanzierung gerade den "agency costs" einer zusätzlichen Fremdfinanzierung entsprechen. In den Worten von Kübler/Schmidt: Kapitalgeber und Kapitalnehmer „wählen die hohen Verschuldungsgrade, weil sie sie für sinnvoll halten, und umgekehrt: daß sie diese wählen, läßt vermuten, daß sie die hohen Verschuldungsgrade für besser halten als mögliche andere Kapitalstrukturen“<sup>27</sup>.

### Position der „herrschenden Meinung“

Aus der Sicht der „herrschenden Meinung“ läßt sich dieser mikroökonomischen Argumentation zum einen entgegenhalten, daß ein solches Optimierungskalkül immer nur im Gleichgewicht gilt. Exogene Schocks, die mit einer abrupten und damit nicht antizipierten Zunahme gesamtwirtschaftlicher Risiken verbunden sind, können dazu führen, daß sich eine bestimmte Eigenkapitalausstattung zumindest temporär als zu gering erweist. In der Tat spricht viel dafür, daß die Investitionsrisiken in den siebziger Jahren höher waren als in den sech-

ziger Jahren (Ölkrise, starke Wechselkursunsicherheit, Zinsvolatilität); ein statistisches Indiz dafür ist die im Vergleich zu den sechziger Jahren gestiegene Standardabweichung der jährlichen Wachstumsrate der Bruttowertschöpfung vom Trend in der jeweiligen Periode<sup>28</sup>. Eine ursprünglich optimale gesamtwirtschaftliche Eigenkapitalquote kann sich nach solchen Schocks als Eigenkapitalücke erweisen, die durch zusätzliche Eigenmittel aufgefüllt werden muß<sup>29</sup>. Bei einem Eigenkapitalmangel könnte es sich dann allerdings nie um ein dauerhaftes Problem, sondern immer nur um ein Anpassungsproblem handeln.

Für die Position der herrschenden Mehrheit kommt es nun darauf an, wie schnell und friktionsfrei der Anpassungsprozeß an ein neues Gleichgewicht abläuft. Aufgrund der hier beschriebenen "agency costs" des Eigenkapitals kann die Eigenkapitalücke von Personengesellschaften und Einzelkaufleuten häufig nur aus eigenen Mitteln wieder geschlossen werden. Bei dem für die frühen achtziger Jahre charakteristischen Zusammentreffen höherer Risiken mit einer ungünstigen Ertragslage ist es also durchaus denkbar, daß Unternehmen länger als geplant mit einem zu hohen Verschuldungsgrad operieren mußten. Temporär wird dann eine Kapitalstruktur beibehalten, obwohl sie suboptimal ist<sup>30</sup>. Über Risikoprämien auf den Zins, Kreditrationierungen und höhere "agency costs" kann es zu einer Beeinträchtigung der Investitionstätigkeit und der Gesamtkapitalrendite des Unternehmenssektors kommen. Eine ungünstige Finanzierungsstruktur könnte sich so als selbstverstärkendes Element einer gesamtwirtschaftlichen Wachstumsschwäche erweisen.

Als zweiter Pfeiler für die Argumentation der herrschenden Meinung dient die steuerliche Privilegierung des Fremdkapitals. Die einzelwirtschaftlich gewählten Finanzierungsstrukturen sind zwar optimal in bezug auf diese Rahmenbedingungen. Die Eigenkapitalausstattung ist aber geringer als bei einem Steuersystem, das in bezug auf die Finanzierung neutral ist. Die "agency costs" und Insolvenzkosten des Fremdkapitals, die sich eindeutig nachteilig auf die Investitionstätigkeit des Unternehmenssektors auswirken, sind zu hoch. Bei einem

<sup>26</sup> Bank für Internationaler Zahlungsausgleich: 59. Jahresbericht (1988/89), S. 95 ff.

<sup>27</sup> F. Kübler, R. H. Schmidt, a.a.O., S. 135.

<sup>28</sup> Ronald Weichert: Probleme des Risikokapitalmarktes in der Bundesrepublik, Kieler Studien Nr. 213, Tübingen 1987, S. 55 ff.

<sup>29</sup> Wie Quartz empirisch nachgewiesen hat, bewirken zunehmende leistungswirtschaftliche Risiken, daß die Unternehmen eine höhere Eigenmittelausstattung anstreben; H. W. Quartz: Rendite, Finanzstruktur und Risiko, Dissertation, Saarbrücken 1976.

<sup>30</sup> Siehe dazu die gegenteilige Auffassung von F. Kübler, R. H. Schmidt, a.a.O., S. 137.

solchen gesamtwirtschaftlichen Referenzsystem läßt sich also die Diagnose einer Eigenkapitalücke ohne jede Einschränkung aufrechterhalten<sup>31</sup>.

**Der empirische Befund**

Wie stellt sich nun der empirische Befund dar? Eines sollte bei diesem recht komplexen Geflecht von "principal-agency-Verhältnissen" deutlich geworden sein: Es ist nahezu unmöglich, eine gesamtwirtschaftlich optimale Eigenkapitalquote oder gar eine Eigenkapitalücke zu quantifizieren. Dies heißt auf der anderen Seite aber nicht, wie von manchem Vertreter der Minderheitsmeinung suggeriert wird, daß die tatsächliche Eigenmittelausstattung stets optimal ist<sup>32</sup>.

Was den Zusammenhang zwischen Ertragslage und Eigenmittelausstattung angeht, so zeigt sich nach einem recht eindrucksvollen Gleichlauf von Umsatzrendite (nach Steuern) und Eigenkapitalquote, der bis etwa 1984 anhielt, in den letzten Jahren ein deutliches Auseinanderlaufen beider Kurven (Schaubild 1). Obwohl die Ertragslage wieder ein Niveau wie in der ersten Hälfte der siebziger Jahre erreicht hat, liegt die Eigenkapitalquote nur um einen Prozentpunkt über ihrem Tiefstwert. Sofern also eine ungünstige Ertragslage und gestiegene Risiken dazu geführt haben, daß sich eine temporäre Eigenkapitalücke aufgetan hat, so deutet das zögerliche Ansteigen der Eigenmittel darauf hin, daß diese Lücke entweder nicht allzu groß gewesen ist, oder daß sich die Risiken wieder zurückgebildet haben.

Während bei der Ertragslage und der Eigenkapitalausstattung immerhin ein temporärer Gleichlauf zu beobachten ist, läßt die Gegenüberstellung der Investitionsentwicklung (hier gemessen als Anteil der realen Ausrüstungsinvestitionen am realen Bruttosozialprodukt) und der Eigenmittelausstattung über die Zeit hin-

weg keinerlei Regelmäßigkeit erkennen (Schaubild 2). Derselbe Befund ergibt sich, wenn man eine Investitionsfunktion ökonometrisch schätzt und die Eigenkapitalausstattung als zusätzliche erklärende Variable aufnimmt; ihr Einfluß erweist sich als nicht signifikant und er geht auch noch in die falsche Richtung (vgl. Tabelle 1). Ein solcher langfristiger Zusammenhang zwischen Veränderungen beider Variablen wäre aufgrund der theoretischen Analyse, bei der das Eigenkapital als eine Versicherung für den Insolvenzfall gesehen wurde, auch nicht zu erwarten gewesen.

Zur Stützung der herrschenden Meinung ließe sich allenfalls eine Querschnittsanalyse des Datenmaterials der Bundesbank<sup>33</sup> anführen. Im Zeitraum von 1981 bis 1984 zeigt sich ein sehr deutlicher Einfluß der Eigenmittelquote auf die Investitionstätigkeit: Bei Unternehmen mit unveränderten oder rückläufigen Eigenmitteln nahm der Sachanlagenbestand um rund 2 % pro Jahr ab; die durchschnittliche Eigenkapitalquote lag hier bei nur 11,5 %. Im Gegensatz dazu kam es bei Unternehmen, die mit jährlich zunehmenden Eigenmitteln und einer Eigenkapitalquote von 25,7 % zu einer jährlichen Ausweitung des Sachanlagenbestandes um 2,8 %. Dieser Zusammenhang gilt aber auch in Phasen mit sehr viel höherer Eigenkapitalquote. Offensichtlich sagen solche Abweichungen um den Trend nur wenig aus über das Wechselverhältnis von durchschnittlicher Eigenkapitalquote und Investitionstätigkeit. Zum einen wird die Entwicklung der Eigenkapitalquote bei diesen Berechnungen sehr stark von der Ertragslage bestimmt, so daß damit noch kein eigenständiger Einfluß der Eigenkapitalausstattung belegt werden kann. Zum anderen müßte man beim Unterschreiten eines kritischen Werts der gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalausstattung zumindest erwarten, daß dies zu eindeutigen Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote führt. Dies ist jedoch nicht zu erkennen: Der Einbruch der Investitionstätigkeit ist in den Rezessionen von 1967 und von 1974/75 deutlich stärker ausgefallen als in den Rezessionsjahren 1981/82, obwohl die Eigenkapitalquote

**Tabelle 1**  
**Makroökonomische Investitionsfunktion**  
**für den Zeitraum von 1965 bis 1987<sup>a</sup>**

(abhängige Variable: logarithmische Werte  
der realen Ausrüstungsinvestitionen)

Variable	Koeffizient	Standardfehler	t-Wert
Konstante	-1,980	2,529	-0,783
reales BSP	0,807	0,247	3,274
Ausrüstungen (t-1)	0,793	0,159	5,003
Ausrüstungen (t-2)	-0,516	0,147	-3,512
Gewinn-Erlös-Relation (SVR)	0,027	0,014	1,902
Eigenkapitalquote	-0,188	0,305	-0,618
R <sup>2</sup>	0,969		
R <sup>2</sup> (adjusted)	0,960		
Standardfehler	0,042		
Durbin-Watson	2,264		

<sup>a</sup>Alle Werte sind logarithmiert worden.

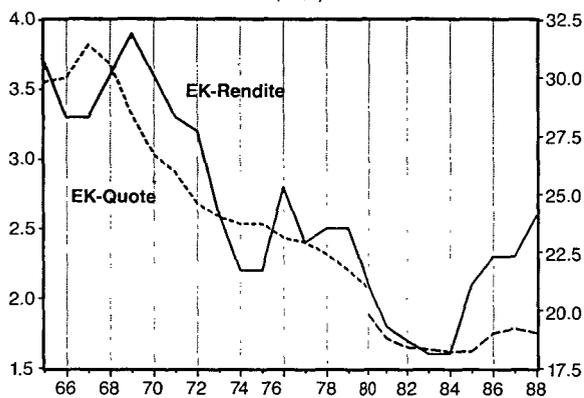
<sup>31</sup> In diesem Punkt deckt sich auch die Argumentation von F. K ü b l e r, R. H. S c h m i d t, a.a.O., S. 154, mit der der herrschenden Meinung. „Die steuerliche Gleichbehandlung von Eigenkapital und Fremdkapital durch Angleichung der Fremdkapitalbelastung ist wahrscheinlich die wirksamste Methode zur 'Verbesserung' der Kapitalstruktur deutscher Unternehmungen“.

<sup>32</sup> Siehe dazu Dieter S c h n e i d e r, a.a.O., S. 2298: „Erst bei Kenntnis einer solchen 'zureichenden' Eigenkapitalausstattung ließe sich eine im Zeitvergleich oder im internationalen Vergleich gesunkene Eigenkapitalquote von Unternehmen als 'unzureichend' einstufen. Erst daraufhin könnte eine 'Eigenkapitalücke' als wissenschaftlich erwiesen behauptet werden.“

<sup>33</sup> Deutsche Bundesbank: Die Bedeutung der Ertragsverhältnisse der Unternehmen für Investitionen und Beschäftigung, in: Monatsberichte, 38. Jg. (1986), Nr. 4, S. 17-24; d i e s.: Die Bedeutung der Ertragsverhältnisse der Unternehmen für Investitionen und Beschäftigung in den Jahren 1983 bis 1986, in: Monatsberichte, 40. Jg. (1988), Nr. 4, S. 29-35.

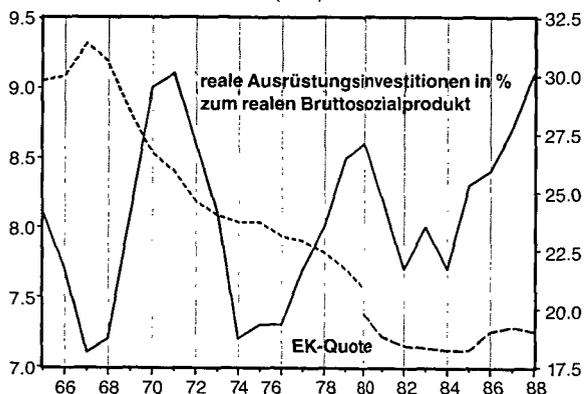
in der letzten Abschwungsphase wesentlich geringer war als davor.

**Schaubild 1**  
Eigenkapitalrendite (nach Steuern)  
und Eigenkapitalquote  
(in %)

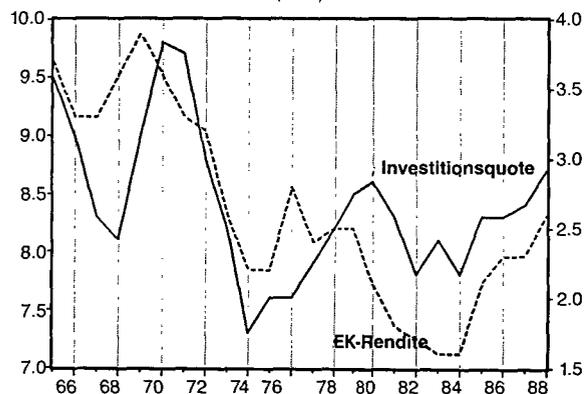


Quelle: Deutsche Bundesbank

**Schaubild 2**  
Eigenkapitalquote und Investitionsquote (real)  
(in %)



**Schaubild 3**  
Eigenkapitalrendite (nach Steuern)  
und Investitionsquote  
(in %)



Nicht empirisch überprüfbar sind der Einfluß des Steuersystems und die gesamtwirtschaftlichen Implikationen einer aus diesem Grund zu geringen Eigenkapitalquote, da sich an diesen Einflußfaktoren im gesamten Untersuchungszeitraum nichts wesentliches geändert hat. In diesem Punkt ist die herrschende Meinung also auch empirisch nicht zu widerlegen.

Mit der größeren zeitlichen Distanz betrachtet haben also beide Positionen eine gewisse Berechtigung. Was die Interpretation der Veränderung der Eigenmittelausstattung im Zeitverlauf angeht, so spricht die empirische Evidenz eher für die Minderheitsmeinung. Die Kritiker haben zu Recht darauf hingewiesen, daß es neben der Ertragslage auch andere wichtige Determinanten der Kapitalstruktur gibt, so daß eine Abnahme der Eigenkapitalquote nicht per se mit einer Eigenkapitalücke gleichzusetzen ist und daß die rückläufige Eigenmittelausstattung deshalb auch nicht zu einer dauerhaften Beeinträchtigung der Investitionstätigkeit führen muß. Obwohl es theoretisch durchaus denkbar ist, daß es nach abrupten Schocks zu temporärem Eigenkapitalmangel kommen kann, läßt sich auch in der konkreten Situation zu Beginn der achtziger Jahre, die durch erheblich gestiegene gesamtwirtschaftliche Risiken bei ungünstiger Ertragslage gekennzeichnet war, anhand aggregierter Daten kein signifikanter Einfluß der gesamtwirtschaftlichen Eigenkapitalausstattung auf die Investitionstätigkeit erkennen. Dies heißt jedoch nicht, daß das Niveau der Eigenmittel über die gesamte Nachkriegszeit hinweg auch angemessen gewesen ist. In Anbetracht der permanenten steuerlichen Privilegierung des Fremdkapitals ist die herrschende Meinung theoretisch und empirisch nicht zu widerlegen, wenn sie sich auf eine steuerlich bedingte Eigenkapitalücke beruft.

Aus wirtschaftspolitischer Sicht hat der Streit um die Eigenkapitalücke ohnehin nicht das Gewicht, das ihm die Vertreter der herrschenden Meinung wie ihre Kritiker beigemessen haben. Wenn man in einer Volkswirtschaft eine ungünstige Ertragslage diagnostiziert, dann dürfte für beide Positionen außer Zweifel stehen, daß sich das nachteilig auf die Investitionstätigkeit auswirkt (Schaubild 3). Es bedarf dann also nicht des Verweises auf eine Eigenkapitalücke, um für eine Politik zur Verbesserung der Angebotsbedingungen zu plädieren. Die Umwegargumentation über den Befund der Eigenkapitalücke ist auch dann entbehrlich, wenn man sich gegen ein Steuersystem ausspricht, das das Eigenkapital ganz offensichtlich benachteiligt, oder wenn man marktwidrige Hemmnisse für eine Beteiligungsfinanzierung von Unternehmen (Emissionskosten, Gesellschaftsteuer) abschaffen möchte.